

分析师: 乔琪  
 登记编码: S0730520090001  
 qiaoqi@ccnew.com 021-50586985

# 上半年业绩大幅增长,《幻塔》出海表现亮眼

## ——完美世界(002624)中报点评

### 证券研究报告-中报点评

**买入(维持)**

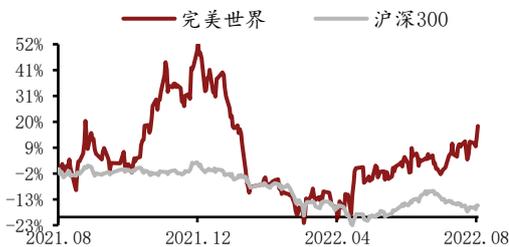
#### 市场数据(2022-08-12)

收盘价(元)	15.94
一年内最高/最低(元)	22.38/11.39
沪深 300 指数	4,191.15
市净率(倍)	3.44
流通市值(亿元)	291.28

#### 基础数据(2022-06-30)

每股净资产(元)	4.63
每股经营现金流(元)	0.22
毛利率(%)	67.96
净资产收益率_摊薄(%)	12.65
资产负债率(%)	40.46
总股本/流通股(万股)	193,996.84/182,736.0
	9
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 聚源, 中原证券

#### 相关报告

《完美世界(002624)年报点评: 2022Q1 业绩回升明显, 高比例分红回馈股东》

2022-04-27

《完美世界(002624)公司点评报告: 转型期致业绩大幅下滑, 业绩改善可期》 2022-01-27

《完美世界(002624)季报点评: Q3 业绩大幅好转, 重磅新品定档 Q4》 2021-10-27

**联系人: 马焱琦**
**电话:** 021-50586973

**地址:** 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

**邮编:** 200122

发布日期: 2022 年 08 月 15 日

公司发布 2022 年半年度报告。2022H1 公司营业收入 39.23 亿元, 同比减少 6.73%; 归母净利润 11.37 亿元, 同比增长 341.51%; 扣非后归母净利润 6.71 亿元, 同比增长 1653.68%。

测算 Q2 单季度营业收入 17.95 亿元, 同比减少 9.14%, 环比减少 15.66%; 归母净利润 2.97 亿元, 同比增长 243.87%, 环比减少 64.62%; 扣非后归母净利润 2.56 亿元, 同比增长 191.58%, 环比减少 38.09%。

#### 投资要点:

- 上年同期产生较多一次性损失导致利润基数较低, 调整海外业务布局导致 2022H1 营业收入同比下滑。公司净利润增长幅度较大主要是上年同期关停部分表现不及预期的海外游戏项目, 产生较多一次性损失导致净利润基数较低。2022H1 公司调整海外游戏业务布局, 出售美国研发工作室以及相关欧美本地发行团队(均为全资子公司), 确认处置收益约 4 亿元。

公司稳定经营下 2022H1 业绩实现较大幅度增长, 但出售的海外团队自 2022 年 2 月起不再并表也导致营业收入同比减少, 尤其是海外地区营业收入同比减少了 57.37%。如果扣除合并范围变动影响后, 公司 2022H1 营业收入同比增加 1.58%, 其中游戏业务同比增加 22.20%, 扣非后净利润同比增加 1958.22%。

- PC 与主机游戏业务受并表范围变动影响较大。据公司公告显示, 出售的海外团队主营 PC 及主机游戏的研发与发行业务。不再并表后对公司 PC 游戏以及主机游戏营业收入影响较大, 分别同比减少 26.89%与 86.33%, 但成本也相应有明显减少, 分别同比减少 45.58%与 85.52%, 毛利率分别同比变动 10.12pct 与 -2.34pct 至 70.52%和 57.72%。

在 PC 游戏产品方面, 公司拥有头部电竞游戏《DOTA2》和《CS: GO》及经典端游《诛仙》、《完美世界国际版》等长线产品持续贡献稳定收入。新产品上, PC 游戏《Perfect New World》、《Have a Nice Death》、《诛仙世界》等产品正在积极推进中, 其中《诛仙世界》将于 8 月 19 日开启测试, 有望为公司 PC 端游业务带来增量。

- 多款精品手游持续稳定贡献业绩。2022H1 公司手游业务收入 26.24 亿元, 同比增长 45.41%, 毛利率 71.89%, 同比提升 5.12pct。公司仅在 1 月上线一款新手游《完美世界: 诸神之战》。其余的业绩增量主要来自于 2021 年及以前上线的老产品或次新产品。公司主要手游产品中, 2016 年上线的《诛仙》手游以及 2019 年上线的《完美世界》手游在近一年 iOS 游戏畅销榜中的平均排名仍能够维持在

40-50 名左右，通过公司长线运营与迭代升级持续贡献良好业绩；2021 年上线的《梦幻新诛仙》和《幻塔》也贡献较多业绩增量，2022 年内在 iOS 游戏畅销榜排名最高分别达到第 6 名与第 4 名。目前公司手游产品《黑猫奇闻社》、《天龙八部 2》、《朝与夜之国》、《一拳超人：世界》、《百万亚瑟王》、《诛仙 2》、《完美新世界》、《神魔大陆 2》等产品积极推进中，其中《黑猫奇闻社》预计 8 月 24 日上线，全网预约人数超 118 万。

- **游戏出海初见成果，《幻塔》海外表现惊喜。**虽然 2021 年公司海外表现低于预期，但经过重新调整后公司对海外市场布局更加清晰，未来公司将围绕“海外本地化发展+国内产品出海”双维度发力。

近期出海产品表现看，《梦幻新诛仙》手游于 8 月 3 日在海外多地地区同步上线。《幻塔》手游于 8 月 11 日在欧美、日韩、东南亚等全球多地上线，在美国、加拿大、英国、日本、韩国等近 40 个国家和地区位列 iOS 游戏免费榜第 1 名，在近 30 个国家和地区进入 iOS 游戏畅销榜 TOP10。

- **毛利率提升明显，费用率稳定。**公司 2021H1 整体毛利率提升 13.14pct 至 67.96%，主要是：(1) 毛利率较高的游戏业务收入占比大幅提升；(2) 成本管控有利，游戏业务毛利率提升了 7.38pct。

费用率方面，由于 2022H1 上线新游戏数量较少，市场推广费用减少，销售费用率下滑 8.40pct 至 13.08%，预计随着下半年新游戏的正常上线，销售费用率短期将有所回升；研发费用率提升 6.80pct 至 26.82%，主要是由于调整研发人员激励机制，导致研发人员薪酬同比增加；管理费用率和财务费用率变动幅度不大，基本稳定。

- **投资建议与盈利预测：**随着游戏版号审批发放重回常态化，公司游戏产品上线进度有望恢复正常。公司现有老游戏产品和次新游戏产品仍在稳定持续提供业绩增量，后续仍有较多的游戏产品储备在积极研发推进中。海外业务重新调整布局后初见成效，《幻塔》在海外初上线后表现亮眼，未来在“海外本地化发展+国内产品出海”双维度发力下，公司出海业务有望迎来较快发展。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 18.78 亿元、19.62 亿元和 22.10 亿元，按照 8 月 12 日收盘价 15.94 元计算，对应 PE 为 16.47 倍、15.76 倍和 14.00 倍。维持“买入”评级。

**风险提示：监管政策变动超预期；市场竞争加剧；宏观经济影响文娱消费意愿；海外市场进展不及预期；游戏上线表现不及预期。**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10225	8518	9489	10905	12130
增长比率(%)	27.19%	-16.69%	11.40%	14.92%	11.23%
净利润(百万元)	1549	369	1878	1962	2210
增长比率(%)	3.04%	-76.16%	408.63%	4.47%	12.64%
每股收益(元)	0.80	0.19	0.97	1.01	1.14
市盈率(倍)	19.97	83.77	16.47	15.76	14.00

资料来源：聚源，中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>7885</b>	<b>7565</b>	<b>6800</b>	<b>8960</b>	<b>11554</b>
现金	2943	3436	2561	3983	5990
应收票据及应收账款	1411	1092	1684	1504	2042
其他应收款	72	100	92	129	117
预付账款	331	311	300	342	381
存货	1027	1218	888	1456	1135
其他流动资产	2100	1407	1275	1546	1888
<b>非流动资产</b>	<b>7622</b>	<b>9475</b>	<b>9588</b>	<b>9767</b>	<b>9947</b>
长期投资	2768	2752	3150	3341	3532
固定资产	354	381	376	376	370
无形资产	190	260	263	251	246
其他非流动资产	4310	6082	5800	5799	5798
<b>资产总计</b>	<b>15507</b>	<b>17040</b>	<b>16388</b>	<b>18728</b>	<b>21501</b>
<b>流动负债</b>	<b>4204</b>	<b>4357</b>	<b>4930</b>	<b>5308</b>	<b>5872</b>
短期借款	784	628	1072	1072	1072
应付票据及应付账款	733	501	692	665	848
其他流动负债	2687	3228	3166	3570	3951
<b>非流动负债</b>	<b>121</b>	<b>2178</b>	<b>2065</b>	<b>2065</b>	<b>2065</b>
长期借款	23	0	0	0	0
其他非流动负债	98	2178	2065	2065	2065
<b>负债合计</b>	<b>4325</b>	<b>6535</b>	<b>6995</b>	<b>7373</b>	<b>7937</b>
少数股东权益	347	214	214	214	214
股本	2012	2012	1964	1964	1964
资本公积	1962	1686	1036	1036	1036
留存收益	7045	7104	6692	8654	10863
归属母公司股东权益	10835	10290	9179	11141	13350
<b>负债和股东权益</b>	<b>15507</b>	<b>17040</b>	<b>16388</b>	<b>18728</b>	<b>21501</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3693</b>	<b>1098</b>	<b>1341</b>	<b>1712</b>	<b>2296</b>
净利润	1504	177	1878	1962	2210
折旧摊销	197	319	138	138	141
财务费用	134	155	100	114	114
投资损失	-196	-408	-569	-327	-364
营运资金变动	1627	403	-217	-188	180
其他经营现金流	426	450	11	13	15
<b>投资活动现金流</b>	<b>-453</b>	<b>590</b>	<b>542</b>	<b>-174</b>	<b>-174</b>
资本支出	-571	-339	-24	-261	-247
长期投资	-28	647	-181	-426	-497
其他投资现金流	146	282	747	513	570
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2794</b>	<b>-1127</b>	<b>-2758</b>	<b>-114</b>	<b>-114</b>
短期借款	-355	-156	444	0	0
长期借款	-203	-23	0	0	0
普通股增加	647	0	-48	0	0
资本公积增加	-364	-275	-651	0	0
其他筹资现金流	-2520	-673	-2503	-114	-114
<b>现金净增加额</b>	<b>384</b>	<b>523</b>	<b>-876</b>	<b>1423</b>	<b>2007</b>

资料来源: 聚源, 中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>10225</b>	<b>8518</b>	<b>9489</b>	<b>10905</b>	<b>12130</b>
营业成本	4057	3283	3173	3611	4027
营业税金及附加	32	29	31	36	40
营业费用	1831	1986	1613	1745	1941
管理费用	757	732	807	927	1031
研发费用	1589	2211	2467	2835	3154
财务费用	113	124	14	50	15
资产减值损失	-969	-235	-190	-218	-243
其他收益	131	147	133	153	170
公允价值变动收益	413	-358	161	185	206
投资净收益	196	408	569	327	364
资产处置收益	-1	29	5	5	6
<b>营业利润</b>	<b>1628</b>	<b>149</b>	<b>2060</b>	<b>2151</b>	<b>2423</b>
营业外收入	40	18	28	33	36
营业外支出	12	12	14	16	18
<b>利润总额</b>	<b>1657</b>	<b>156</b>	<b>2075</b>	<b>2168</b>	<b>2441</b>
所得税	152	-21	197	206	232
<b>净利润</b>	<b>1504</b>	<b>177</b>	<b>1878</b>	<b>1962</b>	<b>2210</b>
少数股东损益	-44	-192	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1549</b>	<b>369</b>	<b>1878</b>	<b>1962</b>	<b>2210</b>
EBITDA	1776	768	1670	2044	2251
EPS (元)	0.80	0.19	0.97	1.01	1.14

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	27.19%	-16.69%	11.40%	14.92%	11.23%
营业利润 (%)	21.36%	-90.82%	1,279.09%	4.40%	12.65%
归属母公司净利润 (%)	3.04%	-76.16%	408.63%	4.47%	12.64%
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	60.32%	61.46%	66.56%	66.89%	66.80%
净利率 (%)	15.14%	4.33%	19.79%	17.99%	18.22%
ROE (%)	14.29%	3.59%	20.46%	17.61%	16.55%
ROIC	11.96%	3.80%	10.95%	11.79%	11.34%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	27.89%	38.35%	42.68%	39.37%	36.91%
净负债比率 (%)	38.67%	62.21%	74.47%	64.93%	58.51%
流动比率	1.88	1.74	1.38	1.69	1.97
速动比率	1.47	1.29	1.05	1.26	1.62
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.64	0.52	0.57	0.62	0.60
应收账款周转率	5.73	7.47	7.50	7.50	7.50
应付账款周转率	6.65	5.32	5.32	5.32	5.32
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.80	0.19	0.97	1.01	1.14
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.90	0.57	0.69	0.88	1.18
每股净资产 (最新摊薄)	5.59	5.30	4.73	5.74	6.88
<b>估值比率</b>					
P/E	19.97	83.77	16.47	15.76	14.00
P/B	2.85	3.01	3.37	2.78	2.32
EV/EBITDA	31.02	50.65	18.94	14.78	12.53

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。